

对外直接投资的融资战略研究

● 谢绵陞

(厦门大学 金融系 福建 厦门 361021)

[关键词] 对外直接投资; 融资战略; 资本结构

[摘要] 对外直接投资的融资战略是跨国经营战略管理的一个重要组成部分。融资成本的高低不仅影响国外企业的经营成本、影响企业的竞争力,还影响海外企业的风险水平和进一步融资的能力。发达国家跨国经营的融资战略一般都以融资成本最低,融资风险最小化,资本结构最优化为基本原则,从世界范围内选择融资的最优组合。中国企业海外融资的主要方式有海外企业贷款、国际金融租赁以及海外企业项目抵押贷款等。当前,中国企业对外直接投资的海外融资中存在着融资能力低,缺乏风险防范机制和风险防范意识,与我国跨国银行缺乏联系等问题。

[文献标识码] A [文章编号] 1009-0061(2003)12-0148-03

一、对外直接投资的融资战略原则

1、融资成本最小化原则。首先,由于各国制定的税率不同,有些国家对支付给国外投资者的股息征收的预提税较高,税负最终要由企业负担,企业需要根据不同税率选择成本较低的资金来源。其次,根据汇率的购买力平价理论,不同货币的利率差异会被同期汇率变动所抵消,但国际外汇市场并非完全有效,企业可以利用利差与汇差的不一致来降低融资成本。第三,在选择股权融资或债权融资上,一般利息是税前支付,而股息是税后支付,从这方面看,债权融资更有利;但许多发展中国家对外商直接投资都有许多税收优惠政策,如:减免所得税,对于利润再投资还提供再投资退税优惠等,这些优惠措施实际上降低了企业的所得税率,提高了投资收益率,也降低了债务融资的税收抵免效应。第四,各国资本市场相互分割,融资成本就可能存在不一致;在发达国家,资本市场发达,企业外部融资的成本较低,而在发展中国家,由于风险较高,从国际资本市场融资成本较高。

2、降低各种经营风险原则。企业的每一笔融资都影响到企业的风险水平和其它融资渠道。企业跨国经营所涉及的特有风险主要有政治风险和外汇风险。

3、实现企业最佳资本结构原则。跨国企业的全球性资本结构状况决定其财务风险,从而影响到海外企业股东的预期收益。因此,在选择融资策略时,一般都要考虑对外直接投资企业的债务、股本结构,长、短期负债比例等因素,选择合适的融资方式,以建立最佳的资本结构。

二、对外直接投资在融资方面存在的问题

1、在融资成本最小化方面,一是国内融资渠道

不畅,选择余地不多;二是对海外融资环境还不熟悉,难以在更大范围内进行选择。因此,对外直接投资企业能够融到资金就已经不错,谈不上进行成本最小化选择。

我国企业在跨国经营中可以获得的资金来源主要有银行融资、财政融资、证券融资、商业融资和国际融资等5类,但资金短缺一直是制约我国跨国企业发展的一大瓶颈。我国90%以上的境外投资项目投资金额在300万美元以下,从2000年的数据看,中国境外企业的平均投资强度为130万美元,远远低于1991年发达国家、发展中国家国外企业平均投资额600万美元和260万美元的平均水平。中国境外企业单个项目超过百万美元的不多,相当数量的中小企业创建的境外企业投资额只有十几万美元甚至更低。国内企业的境外投资规模普遍偏小,说明企业普遍面临资金短缺的问题,这已成为国内企业扩大境外投资的最大制约因素。

造成我国跨国企业融资困难的主要问题在于:一是我国金融市场还不完善,尚未形成海外企业输血的融资机制。目前国内尚无为海外投资提供信用担保和保险的机制,国内银行难以评估海外投资的信贷风险,还不能有效为对外直接投资企业提供融资。二是由于我国实行外汇管制,我国跨国企业海外投资缺乏必要的海外融资权和自由外汇使用权。对外直接投资所需的外币汇出,必须获得政府的批准,即使是国有企业也很难获得批准,更不用说民营企业。三是我国许多海外企业对国际融资环境的研究和重视不足,对国际融资环境还不熟悉,利用国际融资的能力不强。以上种种原因都在不同方面限制了中国对外直接投资企业的可选融资范围,因此,还

难以有效进行融资成本最小化选择。

2.在降低融资风险方面,市场缺乏风险防范机制,企业缺乏风险防范意识。首先,我国外汇市场还不完善,企业还不能成为真正的外汇市场交易主体,交易内容和品种还无法满足经济组织对多币种的需求,对外直接投资企业为回避汇率风险所实际需要的外汇远期和外汇期货交易还未开办。其次,中国的跨国企业的风险意识不强。许多企业在对外直接投资战略中,往往侧重于技术层面如市场、盈利方面的考虑,而忽略政治风险和外汇风险等因素,在海外投资初始阶段,缺乏跨国风险的评估。

三、对外直接投资的融资战略

1.融资成本最小化。

首先,发达国家和发展中国家为鼓励本国对外直接投资,促进国家宏观经济目标的实现,普遍设立了形式各异的对外直接投资的资金援助机构,如美国的进出口银行,海外私人投资公司;日本的进出口银行,海外经济协力事业团等。中国也需要发挥和完善中国进出口银行在促进中国对外直接投资的以下作用:一是政策导向,根据宏观经济政策,对中国政府鼓励的对外投资领域予以重点支持,尤其是对技术和管理经验学习型的对外直接投资的支持,以国家资本带动和引导私人资本的对外直接投资。二是资金支持,利用优惠贷款等政策性资金,通过贷款或参股等形式,为国内企业的对外直接投资提供融资。

其次,政府需要制定措施支持和鼓励大型跨国企业集团在不征或少征预提税的国家或地区(如:香港、巴拿马、瑞士、卢森堡等)成立海外财务子公司,专门从事国际间资金的调配,避免或减轻境外融资的税赋,为其境外子公司提供低成本资金。

第三,正确选择融资货币的币种。跨国企业与一般的国内企业相比在境外融资地点和货币的选择范围上要大得多。由于各国货币利率、汇率、通货膨胀率都有差异,导致使用不同国家货币的实际融资成本各不相同,跨国企业可以利用其子公司分布广的特点,选择适当的融资国别与币种,从而实现融资成本的最低化。

第四,对于流向发展中国家的直接投资,从成本方面考虑,由于东道国一般都有各种税收优惠政策,会提高投资收益,降低负债抵税效应,中长期融资应首先考虑母公司投资股本和保留盈余再投资。如果内部资金来源不足,许多东道国为了优化投资环境,通常对外商投资企业提供优惠贷款或利息补贴,在东道国当地融资,债务本息支付在东道国境

内完成,还避免了汇出时的税赋,因此,应重点考虑东道国当地金融机构贷款。此外,短期资金的需求主要是东道国货币。因此,海外企业应该与当地金融机构建立良好的关系,以更好地满足对东道国货币的短期需求。

第五,中国的跨国银行应该与中国的跨国企业携手共进,在海外中国跨国企业子公司较多的国家设立分支机构,以更好地为中国企业的对外直接投资服务。

第六,对于流向发达国家的直接投资,由于发达国家资本市场发达,融资渠道较多,成本较低,可更多地考虑外部融资。鼓励和引导有条件、有实力的对外直接投资企业利用境外可转换债券、境外存托凭证等方式进行国际融资。

第七,积极发展境外投资基金融资。近年来,境外投资基金融资发展较快,许多发展中国家和地区都成功地运用了这种新的融资工具。如韩国、巴西、墨西哥和印度等都已设立了境外投资基金,吸收国际资本。创立境外投资基金,可以使我国不增加债务负担就吸收到外国资本。

第八,促进对外直接投资的中小企业与大型跨国企业的联合,形成优势互补。目前,证券市场越来越成为企业融资的重要渠道。不仅在国内股票市场,即使在国际资本市场上,中国的大型跨国企业也可以通过各种方式实现融资。优秀的大型上市公司具有持续的强大融资能力,其融资能力甚至超过中小型金融机构和一般投资机构。

中小企业是中国对外直接投资的重要主体,但证券市场对它们来说,却好像是可望不可及。其实,中小企业完全可以也应该通过各种渠道与大的上市公司合作,间接融集资金。一般上市公司通过资本市场聚集的巨额资本,都必须迅速投向高成长的企业和项目。但在国内却出现上市公司在证券市场筹集到资金后,没有合适的投资项目,资金又流回股市的现象。中小跨国企业应与大型跨国企业合作,一方面,有利于中小跨国企业拓展境内外间接融资渠道,另一方面,也有助于大型跨国企业利用中小企业经营灵活等优势寻找有利的投资项目。

2.降低融资风险

首先,从政府角度看,一方面应尽快完善中国的外汇市场,使企业成为真正的市场主体,丰富交易品种和内容,开办对外直接投资企业为回避汇率风险所需的外汇期货和外汇远期交易,为企业降低融资风险创造条件。另一方面建立和完善我国企业海外投资的风险保险和信用担保制度;该制度的建立不

仅有利于企业降低融资风险,还利于拓展融资渠道,顺利开展对外直接投资。例如:中国出口信用保险公司在2002年底尝试性地推出了包括股权保险和贷款保险两大类产品的海外投资保险业务;中国化学工程集团总公司在获得该公司的保险支持后,其由于融资问题而一直无法实施的投资印尼电站项目,很快就获得了融资,并得以顺利开展。

其次,对外直接投资企业要灵活运用各种融资渠道和金融工具,降低融资风险:

(1)尽量在东道国融资,尤其是境外企业所需短期流动资金,应尽可能争取在东道国当地解决。当地融资,当地使用,当地偿付本息,使用同一币种,可以回避汇率变动的影响。

(2)坚持借硬币、还软币和软、硬货币合理搭配的原则,即尽量选择在借款和用款期内币值坚挺、而在还款期币值疲软的货币,减少乃至避免外汇风险损失。

(3)跨国企业应善于利用国际金融界所提供的各种创新工具,对境外融资风险进行积极的防范。一是利用远期外汇或外汇期货交易;二是利用外汇期权交易。三是利用互换交易,包括利率互换、货币互换等,通过互换交易增强跨国企业金融资产的流动性,改善和重构企业的资产负债结构,以便消除、减少或预防境外融资风险。

(4)推广运用国际项目融资和国际租赁融资。国际项目融资是依靠项目自身的投资价值进行的国际融资,它以项目投产后的收益偿还贷款本息,以项目本身的资产作为抵押物。它是一种有限追索权的融资方式,由于贷款抵押物仅限于项目本身的资产,因而能减少项目举办国政府的直接债务或担保义务,降低筹资风险。因此,应该尽快推广运用这种国际融资方式。

国际租赁融资是现代金融资本与产业资本在信贷领域相互渗透和结合的产物,它有许多独特的优点,如:融资额度可达100%,期限可长达几十年,租金通常按租赁物品的原值计算,且在租赁期内固定不变,可避免货币贬值、利率和汇率波动的影响,无需财产抵押,融资手续比较简便等。例如,1986年中信公司参股投资澳大利亚波特兰铝厂的10%股份,投资需要1亿多美元,若以传统的商业贷款方式筹资,总公司必须出面借款或抵押担保,风险很大,而且增加国家的外债负担。中信公司采用金融租赁的方式,由香港的信孚银行牵头,组织澳大利亚、美国、日本等国的12家大银行组成银团提供全部所需资金,由银团组成的合伙公司买下波特兰铝

厂10%的股份,并将这些股份租赁给中信在澳大利亚的子公司。由中信公司参与经营管理,按10%的比例承担责任、分享收益,同时将销售收入以租金的形式偿还银行的股本贷款和利息。由于铝厂项目经济效益显著,原预计10~12年的还贷期限缩短为3年多,中信公司提前获得铝厂10%的股权。

3.最佳资本结构

首先,就总体而言,由于中国的对外直接投资尚属“非资本过剩型”对外直接投资,应适当扩大境外股权融资比例,推动更多企业到国际资本市场发行股票、购并海外上市公司,积极稳妥地利用境外存托凭证等新的融资工具,以进一步拓宽境外融资渠道。但在境外开展股权融资时,要注意企业控制权的安全。此外,在境外子企业融资过程中,不能孤立地看待境外企业的资本结构,要善于利用国内母企业的资信、实力和声誉。因为境外企业的融资偿还能力、对企业的控制能力不仅取决于个别境外子企业的资本结构,而在很大程度上还与包括国内母企业在内的总体资本结构有关。目前,我国多数跨国经营企业的境外企业资产占企业总资产比重都较小,国内自有资产所占比重相对较高,这种资本结构对我国境外企业的融资是比较有利的。

其次,制定资本结构战略还应针对具体的投资对象国,从资本成本角度看,在发展中国家的直接投资,由于社会稳定性较差,经济和政治风险都相对较高,因此债务成本一般较高;另一方面,发展中国家一般都欢迎外商直接投资,政府都会提供较多的鼓励性优惠政策,降低企业所得税率,提高投资收益率,因此,可以选择相对低的负债比率。而在发达国家却相反,其社会稳定性较高,债务成本较低,优惠政策相对较少,可以选择相对高的负债比例。如果从回避资金返回的限制角度看,对于资本市场开放度较低的国家,应适当提高负债比率,以回避对资金返回的限制。

[参考文献]

- [1] 黄新建,吴艳.跨国公司对外直接投资管理研究[J].大连理工大学学报(社会科学版),2001(3):45-47.
- [2] 张晓明.海外融资:中国跨国公司的选择[J].企业经济,1997(2):13-14.
- [3] 顾卫平,薛求知.跨国公司在华融资行为实证与分析[J].国际经济合作,1999(10):34-38.
- [4] 聂名华,胡先建.我国跨国企业境外融资的有效对策探讨[J].银行与企业,1999(2):36-39.
- [5] 王忠毅.论日本跨国公司对外直接投资的财务战略[J].东北亚论坛,2001(1):32-35.

[责任编辑:蒋汉春]